



# 光学行业：花开花落，云卷云舒 (舜宇、丘钛 1H23 业绩回顾)

我们下调舜宇目标价至 77.8 港元，潜在升幅 23%；下调丘钛目标价至 3.4 港元，潜在升幅 19%；但重申两家公司的“买入”评级。

**静待下半年智能手机行业需求缓慢复苏，长期关注汽车增量业务动能：**一方面，我们维持**此前判断**，即全球智能手机行业的需求虽然有待复苏，但随着二季度全球出货量同比降幅的收窄，行业需求有望于下半年开始逐渐缓慢复苏。同时，部分厂商的部分机型重见摄像头模组“升规升配”，有助于上游厂商改善毛利率。另一方面，随着新能源汽车行业的发展，智能驾驶和智能座舱不断演进，新能源车镜头搭载率持续提高，提前布局的车载业务将在长期为镜头模组厂商扩大收入规模、改善利润水平提供行业层面的支撑。因此，我们建议关注长期有汽车业务增量的标的，包括舜宇光学科技 (2382.HK)、丘钛科技 (1478.HK) 和韦尔股份 (603501.CH)。

**舜宇光学 1H23 业绩：**舜宇 1H23 业绩不及一致预测，净利润落于此前盈利警告区间。公司上半年收入同比下降 16%，毛利率同比下降 4.1 个百分点。虽然手机相关产品的出货量仍到受行业需求疲软的影响，但是随着大客户订单回升将有利于改善 ASP 和毛利率。同时公司上半年车载镜头出货量保持高速增长，其他非手机业务展望 2H23 趋势亦有生机，有望进一步提供收入增量。

**丘钛科技 1H23 业绩：**丘钛 1H23 业绩低于盈利预警范围下限，同比表现疲软，但毛利率、净利率环比有所改善。公司上半年收入同比下降 23%，毛利率同比下降 1.9 个百分点。但同时，由于公司聚焦高端产品的策略初见成效，上半年摄像头模组 ASP 同比、环比均有所提升。此外，丘钛的毛利率先于舜宇在 1H23 实现触底回升。

**估值：**舜宇光学科技目标价为 77.8 港元，对应 2024 年市盈率为 32.5x。丘钛科技目标价为 3.4 港元，对应 2024 年市盈率为 12.5x。两家公司目前估值均低于历史均值，估值具有吸引力。部分光学行业标的在业绩之后出现股价回调，正在快速释放智能手机行业需求依然相对疲软的风险。我们认为这提供了阶段性的进入享受行业 Beta 上行机会，值得保持密切关注。

**投资风险：**智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期，下半年增长较为乏力。行业竞争再次加剧，玩家利润率承压。国内和海外宏观环境波动影响新能源车需求，该业务成长低于市场预期。新业务资源投入较大，拖累业绩表现。

图表 1：光学行业公司财务预测和潜在升幅

公司	目标价 (LC)		营收同比增速			营收预测值变化		
	目标价	潜在升幅	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
舜宇光学 (2382.HK)	77.8	23%	(6%)	20%	13%	1%	(4%)	(2%)
丘钛科技 (1478.HK)	3.4	19%	(9%)	25%	17%	(12%)	(8%)	(4%)

E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技助理分析师

sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2023 年 8 月 24 日

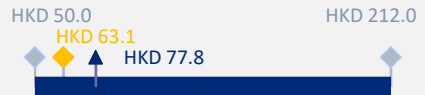
舜宇光学科技 (2382.HK)

买入

目标价 (港元)	77.8
潜在升幅/降幅	+23.0%
目前股价 (港元)	63.1
52 周内股价区间 (港元)	60.9-119.7
总市值 (百万港元)	69,156
近 3 月日均成交额 (百万港元)	403.6

注：截至 2023 年 8 月 23 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

丘钛科技 (1478.HK)

买入

目标价 (港元)	3.4
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价 (港元)	2.9
52 周内股价区间 (港元)	2.83-5.84
总市值 (百万港元)	3,388
近 3 月日均成交额 (百万港元)	5.1

注：截至 2023 年 8 月 23 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

# 目录

光学行业：花开花落，云卷云舒（舜宇、丘钛 1H23 业绩回顾） .....	3
舜宇光学科技（2382.HK，买入，目标价 77.8 港元） .....	5
业绩回顾及预测调整 .....	5
估值 .....	9
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	11
财务报表 .....	12
丘钛科技（1478.HK，买入，目标价 3.4 港元） .....	13
业绩回顾及预测调整 .....	13
估值 .....	17
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	19
财务报表 .....	20

## 图表目录

图表 1：光学行业公司财务预测和潜在升幅 .....	1
图表 2：舜宇、丘钛摄像头模组业务毛利率周期变化 .....	4
图表 3：舜宇 1H23 业绩详情 .....	7
图表 4：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E） .....	8
图表 5：舜宇分部加总估值法（2024 年） .....	9
图表 6：舜宇市盈率估值 (x) .....	9
图表 7：SPDBI 目标价：舜宇光学科技（2382.HK） .....	10
图表 8：舜宇光学科技（2382.HK）市场普遍预期 .....	11
图表 9：舜宇光学科技（2382.HK）SPDBI 情景假设 .....	11
图表 10：丘钛 1H23 业绩详情 .....	15
图表 11：丘钛业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E） .....	16
图表 12：丘钛 WACC 假设 .....	17
图表 13：丘钛自由现金流预测 .....	17
图表 14：丘钛 DCF 估值预测 .....	17
图表 15：丘钛市盈率估值 .....	18
图表 16：SPDBI 目标价：丘钛科技（1478.HK） .....	18
图表 17：丘钛科技（1478.HK）市场普遍预期 .....	19
图表 18：丘钛科技（1478.HK）SPDBI 情景假设 .....	19
图表 19：SPDBI 科技行业覆盖公司 .....	21

# 光学行业：花开花落，云卷云舒

## （舜宇、丘钛 1H23 业绩回顾）

一方面，我们维持对智能手机行业需求边际改善的判断。在此前的[科技行业下半年展望](#)和后续的[调研报告](#)中，我们都对全球智能手机行业上半年的表现持有谨慎的态度，并预期下半年实现温和复苏。根据 IDC 公布的全球智能手机[出货量数据](#)来看，大致符合我们此前判断：二季度虽然行业需求仍然较为疲软，出货量连续 8 个季度出现同比下滑，但是同比降幅明显收窄，且部分地区市场需求开始出现明显的复苏迹象。

多家手机厂商预计于下半年发布、推出新机，其中包含多款高端机型，配置升级或将带动市场缓慢复苏。同时，随着镜头模组厂商在“升规升配”高端机型上的出货，手机相关业务的毛利率将逐步改善。

另一方面，新能源汽车对于摄像头的高速需求正在成为光学行业公司越来越重要的基本面推动力。随着新能源汽车行业的发展，智能驾驶和智能座舱不断演进，新能源车镜头搭载率持续提高，提前布局的车载业务将在长期为镜头模组厂商扩大收入规模、改善利润水平提供行业层面的支撑。

车载摄像头模组行业依然维持较高的增长动能。在[舜宇调研](#)时，我们了解到，舱内摄像头的表现尤其突出，其未来 5 年出货量复合增长率有望达到 41%。同时，2022 年电动车的镜头需求占到全球车载镜头的 21%。进一步看，新能源汽车行业在车载的激光雷达、HUD、数字大灯小灯都有较好的发展势头。这些都能成为潜在的光学行业公司增量业务。

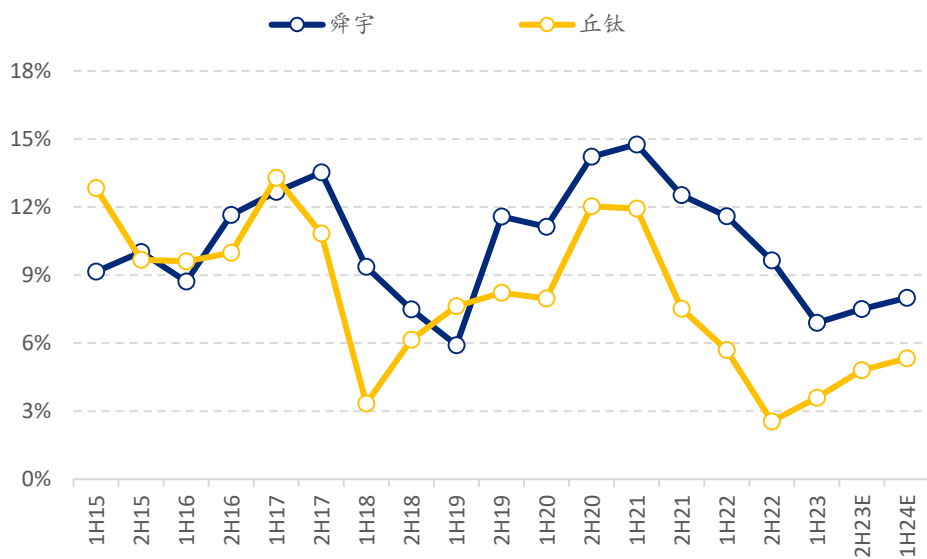
从更加长期的时间维度看，我们认为光学摄像头行业利润有机会从行业底部向行业均值中枢回归。在进入智能手机后置双摄时代后，舜宇、丘钛的摄像头业务的毛利率并不总是维持高位或者呈现结构性向上或者向下的趋势，而是会随着行业需求以及行业竞争烈度的变化而上下波动（图表 2）。

而当前所处的阶段，是光学摄像头模组行业利润/毛利率的低位，接近或低于历史低点。从行业玩家本身出发，头部玩家进一步增加竞争烈度的意愿非常低，而尾部玩家会进一步出清。所以，该阶段利润进一步下行的空间非常有限。不确定性来自于底部徘徊的时间。

但是，从更长的时间维度，手机摄像头行业利润有较强的驱动力向中枢回归，尽管短时间不一定回到毛利率中枢值。并且从长期看，车载摄像头模组的毛利率显著高于当前手机摄像头模组毛利率。这会进一步推动行业毛利率中枢向上。

综上，我们维持对于光学摄像头行业头部厂商的长期乐观判断。虽然花开花落，但是花落也会花开。让我们静待行业边际回暖后的再次抬头。

图表 2：舜宇、丘钛摄像头模组业务毛利率周期变化



资料来源：公司公告  
E=浦银国际预测

# 舜宇光学科技 (2382.HK, 买入, 目标价 77.8 港元)

## 业绩回顾及预测调整

### 舜宇 1H23 业绩:

- 营业收入为人民币 142.8 亿元, 同比下降 16%, 环比下降 12%, 不及市场预期。其中, 光电产品收入 97.4 亿元, 同比下降 21%, 环比下降 11%; 光学零件收入 43.2 亿元, 同比下降 2%, 环比下降 15%; 光学仪器收入 2.2 亿元, 同比增长 11%, 环比增长 11%。
- 手机摄像头模组出货量 2.6 亿颗, 同比下降 12%, 环比增长 12%; 手机镜头出货量 5.1 亿颗, 同比下降 21%, 环比下降 5%, 主要受到全球智能手机出货量的进一步下滑及智能手机摄像头降规降配的持续影响。
- 车载镜头出货量为 0.5 亿颗, 同比增长 25%, 环比增长 14%, 市场份额进一步提升。同比、环比表现的改善, 主要由于汽车供应链中关键零部件缺货的情况得到缓解, 车载摄像头的市场需求逐步恢复。
- 毛利率为 14.9%, 同比下降 4.1 个百分点, 环比下降 4.1 个百分点, 低于市场预期。其中, 光电产品毛利率 6.9%, 同比下降 4.7 个百分点, 环比下降 2.7 个百分点; 光学零件毛利率 26.0%, 同比下降 9.5 个百分点, 环比下降 5.4 个百分点; 光学仪器毛利率 42.7%, 同比下降 1.9 个百分点, 环比增长 2.7 个百分点。
- 营业利润为人民币 1.0 亿元, 同比下降 94%, 环比下降 78%。营业费用率为 14.2%, 同比增长 4.4 个百分点, 环比下降 1.9 个百分点。
- 净利润为人民币 4.4 亿元, 同比下降 68%, 环比下降 58%, 净利润表现落于此前盈利预警区间, 略低于预警中位数。

### 2023 年经营指引调整:

- 出货量指引: 相较年初, 公司当前对主要产品的出货量指引如下。
  - 车载镜头: 维持年初指引, 全年出货量增长 15%左右;
  - 手机镜头: 全年出货量下降 10%左右, 接近行业平均水平;
  - 手机摄像头模组: 全年出货量至少同比持平, 或者微增。
- 毛利率指引: 对于 2H23 毛利率的展望, 公司主要基于三个方面的考虑: **1)** 预计智能手机行业在今年下半年实现逐渐触底的过程; **2)** 随着大客户订单回升, 对 ASP 和产能利用率带来正面效应, 该影响目前也已相对确认; **3)** 公司内部开源节流工作将进一步持续。

基于以上三个因素叠加的影响，公司希望今年下半年毛利率水平较上半年有所改善。管理层对具体产品线的毛利率指引如下：

- **手机镜头和摄像头模组：**下半年毛利率环比 1H23 有所改善；
- **车载镜头和模组：**车载镜头毛利率保持稳定，车载模组的毛利率则会明显好于手机模组，波动幅度也会小于手机模组。
- **XR 业务：**目标毛利率基本保持稳定，同时随着下半年主要海外客户放量，预计全年 XR 整体业务销售收入增长超过 20%。

#### 业绩会要点：

- **车载业务收入目标：**公司表示，车载镜头上半年 ASP 较为稳定，毛利率约为 40%，预期下半年将保持稳定。公司目标 2023 年全年在车载模组业务实现收入 16 亿元。
- **CAPEX 指引：**公司将在下半年继续控制、优化资本开支，预计全年资本开支金额 25 亿元。
- **智能手机摄像头规格升级方向：**竞争差异化的领域主要可以归类为主摄和长焦两个方向。其中，公司认为明年可能是长焦的“大年”，舜宇在其中有前期供应和积累。
- **IoT 领域：**公司在硬件、驱动、算法和操作程序方面都有布局，希望能够通过提前布局，抓住人形机器人+ ChatGPT 的红利。
- **越南新基地：**目前位于越南的海外基地仍处于筹建工作中，管理层预计明年下半年投产。公司目前规划上不打算将国内产能向外转移到越南基地，而是准备将其更多地用于承接增量产品的生产，包括部分手机摄像头和汽车相关的产品。

图表 3：舜宇 1H23 业绩详情

人民币百万	1H23	1H22	同比	2H22	环比
营业收入	14,279	16,972	(16%)	16,225	(12%)
毛利润	2,131	3,522	(40%)	3,083	(31%)
营业利润	104	1,861	(94%)	466	(78%)
净利润	437	1,358	(68%)	1,050	(58%)
基本每股收益 (人民币)	0.40	1.24	(68%)	0.96	(58%)

利润率	1H23	1H22	百分点	2H22	百分点
毛利率	14.9%	20.8%	(4.1)	19.0%	(4.1)
营业费用率	14.2%	9.8%	4.4	16.1%	(1.9)
营业利润率	0.7%	11.0%	(10.2)	2.9%	(2.1)
净利率	3.1%	8.0%	(4.9)	6.5%	(3.4)

收入 人民币百万	1H23	1H22	同比	2H22	环比
光电产品	9,737	12,371	(21%)	10,955	(11%)
光学零件	4,318	4,399	(2%)	5,069	(15%)
光学仪器	224	202	11%	202	11%
<b>总计</b>	<b>14,279</b>	<b>16,972</b>	<b>(16%)</b>	<b>16,225</b>	<b>(12%)</b>

毛利率	1H23	1H22	百分点	2H22	百分点
光电产品	6.9%	11.6%	(4.7)	9.6%	(2.7)
光学零件	26.0%	35.5%	(9.5)	31.4%	(5.4)
光学仪器	42.7%	44.6%	(1.9)	40.0%	2.7
<b>总计</b>	<b>14.0%</b>	<b>19.4%</b>	<b>(5.3)</b>	<b>17.8%</b>	<b>(3.8)</b>

	1H23	1H22	同比	2H22	环比
<b>手机摄像头模组</b>					
出货量 (百万)	255	289	(12%)	228	12%
平均单价 (人民币)	37	40	(7%)	45	(17%)
收入 (人民币百万)	9,366	11,468	(18%)	10,146	(8%)
<b>手机镜头</b>					
出货量 (百万)	513	652	(21%)	541	(5%)
平均单价 (人民币)	4.8	5.2	(8%)	5.9	(19%)
收入 (人民币百万)	2,464	3,394	(27%)	3,215	(23%)
<b>车载镜头</b>					
出货量 (百万)	47	38	25%	41	14%
平均单价 (人民币)	52	46	14%	58	(9%)
收入 (人民币百万)	2,471	1,725	43%	2,383	4%

资料来源：公司公告、浦银国际

根据 1H23 业绩及调整后的 2023 年指引，我们略微上调舜宇 2023 年的收入预测，同时略微下调 2024、2025 年的收入预测，下调 2023-2025 年的利润预测，主要反映手机出货量的下降和毛利率的波动。

图表 4：舜宇业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	<b>31,138</b>	30,703	1%	<b>37,295</b>	38,712	(4%)	<b>42,209</b>	42,957	(2%)
毛利润	<b>5,053</b>	5,713	(12%)	<b>6,875</b>	7,949	(14%)	<b>8,043</b>	9,115	(12%)
经营利润	<b>907</b>	2,273	(60%)	<b>2,266</b>	3,647	(38%)	<b>3,011</b>	4,354	(31%)
净利润	<b>1,538</b>	2,007	(23%)	<b>2,417</b>	3,195	(24%)	<b>2,774</b>	3,819	(27%)
每股收益（元）	<b>1.41</b>	1.84	(23%)	<b>2.21</b>	2.92	(24%)	<b>2.54</b>	3.49	(27%)
<b>利润率</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>
毛利率	<b>16.2%</b>	18.6%	(2.4)	<b>18.4%</b>	20.5%	(2.1)	<b>19.1%</b>	21.2%	(2.2)
费用率	<b>13.3%</b>	11.2%	2.1	<b>12.4%</b>	11.1%	1.2	<b>11.9%</b>	11.1%	0.8
经营利润率	<b>2.9%</b>	7.4%	(4.5)	<b>6.1%</b>	9.4%	(3.3)	<b>7.1%</b>	10.1%	(3.0)
净利率	<b>4.9%</b>	6.5%	(1.6)	<b>6.5%</b>	8.3%	(1.8)	<b>6.6%</b>	8.9%	(2.3)

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际



## 估值

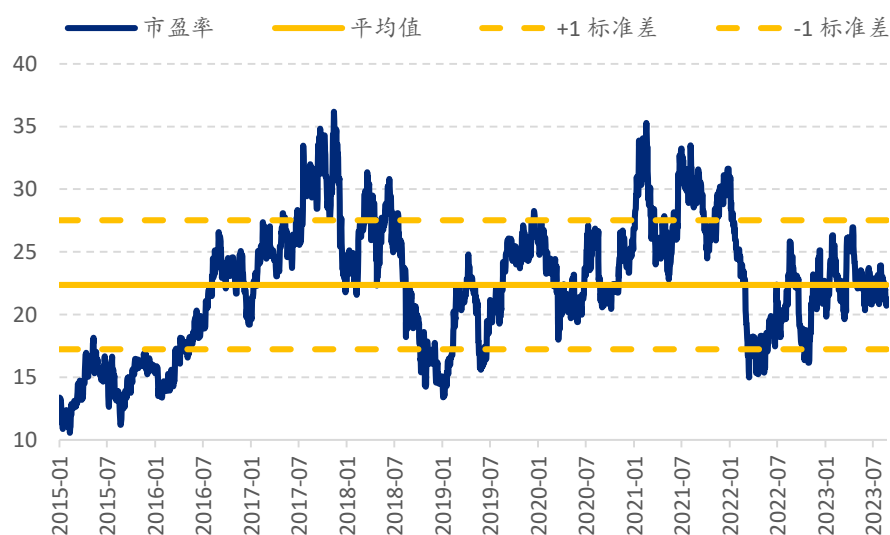
我们采用分部加总估值法对舜宇进行估值,分别给予舜宇 2024 年手机模组、手机镜头、车载镜头和其他业务 25x、30x、42x 和 25x 的目标市盈率,得到 77.8 港元的目标价,潜在升幅 23%。我们再次重申舜宇的“买入”评级。

图表 5: 舜宇分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	2024E 收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 P/E (x)	估值
手机摄像头模组	24,026	8.1%	686	28%	25.0	17,157
手机镜头	4,336	36.0%	549	40%	30.0	16,484
车载镜头	6,434	40.2%	908	37%	42.0	38,145
其他	2,499	31.1%	273	(601%)	25.0	6,833
<b>合计 (人民币百万)</b>	<b>37,295</b>	<b>18.4%</b>	<b>2,417</b>	<b>57%</b>	<b>32.5</b>	<b>78,619</b>
人民币/港币						0.9248
<b>市值 (港元百万)</b>						<b>85,011</b>
股数 (百万)						1,093
<b>目标价 (港元)</b>						<b>77.8</b>

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 舜宇市盈率估值 (x)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 舜宇光学科技 (2382.HK)

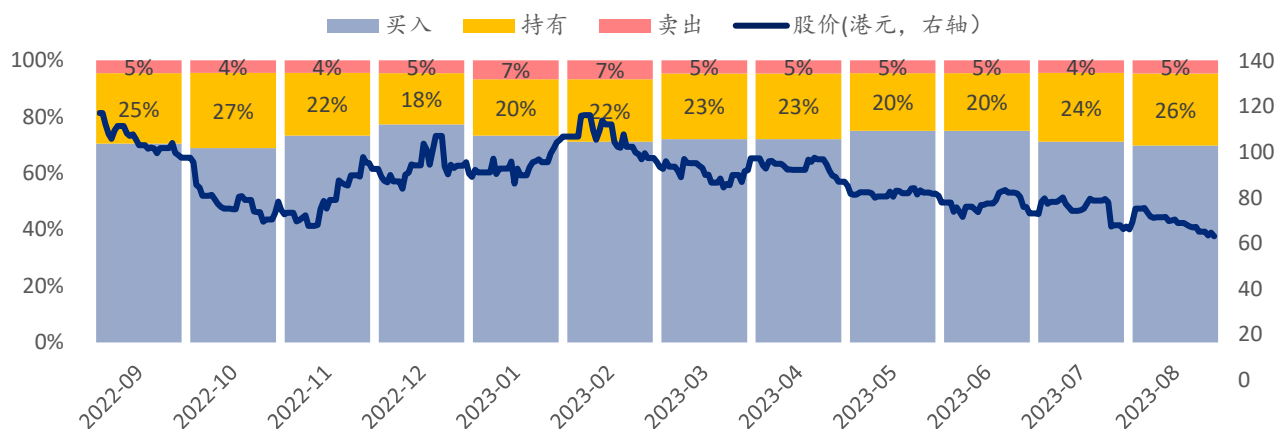


注: 截至 2023 年 8 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

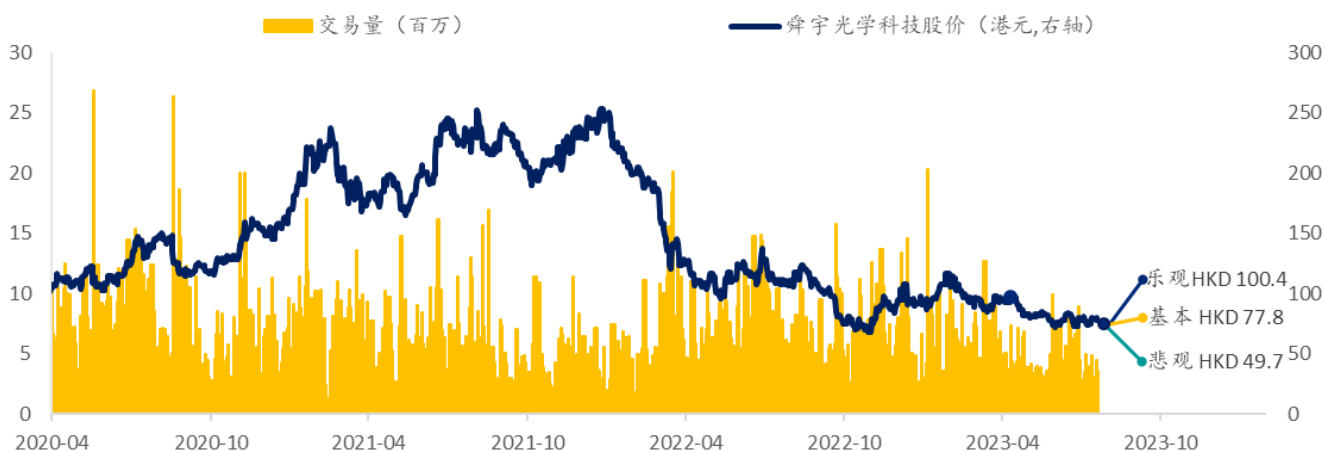
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 舜宇光学科技 (2382.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 舜宇光学科技 (2382.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 100.4 港元 (概率: 20%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 车载镜头和模组高像素、小型化、自清洁等的升级带动毛利率提升;
- 非手机业务持续快速增长, 车载镜头模组毛利随着规模扩大而显著提升;
- 海外产能布局加速扩大。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 49.7 港元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 车载镜头和模组行业升级趋缓, 行业竞争加剧, 拖累毛利率下滑;
- 车载相关产品起量速度低于预期;
- 新业务资源投入较大, 拖累业绩表现。

资料来源: 浦银国际

# 财务报表

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>37,497</b>	<b>33,197</b>	<b>31,138</b>	<b>37,295</b>	<b>42,209</b>
营业成本	(28,761)	(26,592)	(26,085)	(30,420)	(34,166)
<b>毛利</b>	<b>8,736</b>	<b>6,605</b>	<b>5,053</b>	<b>6,875</b>	<b>8,043</b>
<b>营业支出</b>	<b>(3,575)</b>	<b>(4,278)</b>	<b>(4,146)</b>	<b>(4,610)</b>	<b>(5,032)</b>
销售费用	(274)	(353)	(427)	(450)	(509)
行政费用	(758)	(929)	(917)	(1,063)	(1,203)
研发费用	(2,642)	(2,803)	(2,578)	(2,973)	(3,197)
其他费用	99	(193)	(224)	(124)	(124)
<b>营业利润</b>	<b>5,161</b>	<b>2,327</b>	<b>907</b>	<b>2,266</b>	<b>3,011</b>
<b>营业外收支</b>	<b>474</b>	<b>388</b>	<b>803</b>	<b>425</b>	<b>59</b>
利息收入/(支出)净额	(230)	(293)	(416)	(494)	(560)
其他收益/(支出)净额	704	681	1,219	919	619
<b>税前利润</b>	<b>5,635</b>	<b>2,715</b>	<b>1,710</b>	<b>2,690</b>	<b>3,070</b>
所得税	(579)	(241)	(105)	(205)	(228)
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>5,056</b>	<b>2,474</b>	<b>1,606</b>	<b>2,485</b>	<b>2,842</b>
少数股东和可赎回少数股东损益	68	66	68	68	68
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>4,988</b>	<b>2,408</b>	<b>1,538</b>	<b>2,417</b>	<b>2,774</b>
基本股数(百万)	1,093	1,093	1,093	1,093	1,093
摊销股数(百万)	1,094	1,094	1,094	1,094	1,094
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>4.57</b>	<b>2.20</b>	<b>1.41</b>	<b>2.21</b>	<b>2.54</b>
<b>稀释每股收益(元)</b>	<b>4.56</b>	<b>2.20</b>	<b>1.41</b>	<b>2.21</b>	<b>2.54</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>6,979</b>	<b>8,739</b>	<b>4,625</b>	<b>5,266</b>	<b>5,847</b>
税前利润	5,635	2,715	1,710	2,690	3,070
折旧及摊销	1,760	1,919	2,313	2,287	2,357
其他营业活动现金流	(140)	-	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>223</b>	<b>4,053</b>	<b>291</b>	<b>(0)</b>	<b>88</b>
应收账款(增加)/减少	834	243	447	(1,336)	(1,067)
存货(增加)/减少	169	761	90	(770)	(665)
应付账款增加/(减少)	(943)	3,049	(246)	2,106	1,820
其他经营资金变动	164	-	-	-	-
税务费用	(627)	(241)	(105)	(205)	(228)
利息支出	129	293	416	494	560
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(2,902)</b>	<b>(2,334)</b>	<b>(2,189)</b>	<b>(2,622)</b>	<b>(2,968)</b>
资本支出	(2,636)	(2,334)	(2,189)	(2,622)	(2,968)
取得或购买长期投资	52	-	-	-	-
银行存款增加	(874)	-	-	-	-
短期投资	557	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,241)</b>	<b>(559)</b>	<b>(611)</b>	<b>58</b>	<b>(195)</b>
借款	203	451	(123)	369	295
发行股份	(212)	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(987)	(1,011)	(488)	(312)	(490)
其他	(245)	-	-	-	-
汇兑损益	(73)	-	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>2,763</b>	<b>5,846</b>	<b>1,824</b>	<b>2,702</b>	<b>2,685</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>2,842</b>	<b>5,605</b>	<b>11,451</b>	<b>13,275</b>	<b>15,977</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>5,605</b>	<b>11,451</b>	<b>13,275</b>	<b>15,977</b>	<b>18,662</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>5,605</b>	<b>7,033</b>	<b>13,275</b>	<b>15,977</b>	<b>18,662</b>
<b>受限制资金</b>	<b>1,094</b>	<b>975</b>	<b>975</b>	<b>975</b>	<b>975</b>
<b>应收账款</b>	<b>7,448</b>	<b>7,205</b>	<b>6,758</b>	<b>8,095</b>	<b>9,161</b>
<b>存货</b>	<b>5,482</b>	<b>4,721</b>	<b>4,631</b>	<b>5,400</b>	<b>6,066</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>8,360</b>	<b>10,711</b>	<b>10,711</b>	<b>10,711</b>	<b>10,711</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>27,989</b>	<b>30,646</b>	<b>36,351</b>	<b>41,159</b>	<b>45,575</b>
<b>固定资产-物业、厂房及设备</b>	<b>8,303</b>	<b>10,120</b>	<b>9,996</b>	<b>10,332</b>	<b>10,942</b>
<b>无形资产</b>	<b>307</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>251</b>
<b>租赁权</b>	<b>505</b>	<b>612</b>	<b>612</b>	<b>612</b>	<b>612</b>
<b>商誉</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>1,668</b>	<b>1,371</b>	<b>1,371</b>	<b>1,371</b>	<b>1,371</b>
<b>资产总计</b>	<b>38,774</b>	<b>43,001</b>	<b>48,583</b>	<b>53,726</b>	<b>58,753</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,539</b>	<b>1,990</b>	<b>1,867</b>	<b>2,236</b>	<b>2,530</b>
<b>应付账款</b>	<b>9,869</b>	<b>12,917</b>	<b>12,671</b>	<b>14,777</b>	<b>16,596</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>466</b>	<b>4,430</b>	<b>4,430</b>	<b>4,430</b>	<b>4,430</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11,873</b>	<b>19,337</b>	<b>18,967</b>	<b>21,442</b>	<b>23,556</b>
<b>长期借款</b>	<b>700</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>5,305</b>	<b>1,452</b>	<b>1,452</b>	<b>1,452</b>	<b>1,452</b>
<b>负债合计</b>	<b>17,879</b>	<b>20,819</b>	<b>20,449</b>	<b>22,924</b>	<b>25,038</b>
<b>股本</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>105</b>
<b>资本公积</b>	<b>20,483</b>	<b>21,733</b>	<b>23,267</b>	<b>25,935</b>	<b>28,847</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>307</b>	<b>344</b>	<b>344</b>	<b>344</b>	<b>344</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>20,895</b>	<b>22,182</b>	<b>23,716</b>	<b>26,385</b>	<b>29,297</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>38,774</b>	<b>43,001</b>	<b>44,165</b>	<b>49,308</b>	<b>54,335</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	(1%)	(11%)	(6%)	20%	13%
毛利润增速	0%	(24%)	(23%)	36%	17%
营业利润增速	(4%)	(55%)	(61%)	150%	33%
净利润增速	2%	(52%)	(36%)	57%	15%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	23.9%	10.9%	6.5%	9.2%	9.5%
总资产报酬率	12.9%	5.6%	3.2%	4.5%	4.7%
投入资本回报率	20.0%	8.8%	3.3%	7.3%	8.7%
<b>利润率</b>					
毛利率	23.3%	19.9%	16.2%	18.4%	19.1%
营业利润率	13.8%	7.0%	2.9%	6.1%	7.1%
净利润率	13.3%	7.3%	4.9%	6.5%	6.6%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	278	307	326	298	303
应收账款周转天数	76	81	82	73	75
存货周转天数	71	70	65	60	61
应付账款周转天数	131	156	179	165	168
净债务(净现金)	(3,366)	(5,013)	(11,379)	(13,712)	(16,102)
自由现金流	4,450	6,313	2,342	2,539	2,770

# 丘钛科技 (1478.HK, 买入, 目标价 3.4 港元)

## 业绩回顾及预测调整

### 1H23 业绩:

- 营业收入为人民币 54.8 亿元, 同比下降 23%, 环比下降 18%, 不及市场预期。其中, 摄像头模组销售收入 49.9 亿元, 同比下降 23%, 环比下降 18%; 指纹识别模组销售收入 4.0 亿元, 同比下降 28%, 环比下降 23%; 其他产品收入 0.9 亿元, 同比增长 115%, 环比下降 3%。
- 摄像头模组出货量 1.7 亿颗, 同比下降 20%, 环比下降 19%, 主因不稳定的宏观形势对包括智能手机在内的可选消费品的需求形成了明显冲击。平均售价环比恢复增长, 增幅 2%, 主要得益于公司聚焦高端产品的策略取得成效。
- 毛利率为 3.4%, 同比下降 1.9 个百分点, 环比回升 1.0 个百分点, 略低于市场预期。其中, 摄像头模组毛利率为 3.6%, 同比下降 2.1 个百分点, 环比回升 1.0 个百分点。
- 营业利润为人民币 1.0 亿元, 同比下降 44%, 环比增长 444%。营业费用率为 5.0%, 同比微增 0.2 个百分点, 环比微增 0.7 个百分点。
- 净利润为人民币 0.2 亿元, 同比下降 87%, 环比增长 317%, 净利润表现不及预期。

### 上修 2023 年经营指引:

- **32M 像素及以上摄像头模组:** 公司上调销售数量占比目标, 由年初的达到 35% 以上, 调整为达到 40% 以上。

### 业绩会要点:

- **非手机业务:** 作为公司战略业务, 收入录得快速增长, 出货量同比增长 64%, 超过了年初不低于 50% 的目标。目前车载客户拓展情况良好, 国内出货量排名前 15 的新能源汽车品牌中, 已有 7 家定点合作, 国际大型 Tier 1 有 1 家已有批量出货。
- 管理层表示, 1H23 毛利率的主要受激烈的行业竞争、人民币汇率的大幅波动以及疫情影响, 并表示如果后续规模能够按照预期扩张, 将会为毛利率改善奠定更加坚实的基础。

- 公司对于下半年出货量的环比表现有比较坚定的信心，考虑到上游零部件核心供应商的展望、国家出台的刺激消费政策以及国内多个品牌上调的出货量指引，对市场复苏持审慎乐观态度。
- **CAPEX 指引：**公司表示今年会比较保守。其中，手机业务投入主要围绕数字化控制和智能化进行，同时不排除会考察东南亚其他国家地区以新建生产/研发基地。非手机业务，尤其是车载方面，投资主要集中在联合实验室和部分产能扩张型投资。
- 短中期手机摄像头模组的发展机会主要为光学防抖和潜望式模组。公司预计今年光学防抖模组的出货量将同比翻倍增长，占国内需求总量的 40%以上。
- **AR/VR 客户拓展情况：**PICO 已进入量产阶段，Meta 和 Sony 正在积极接触、重点推进。
- **3D 光学：**公司生态布局较早，目前和领先的 dTOF 公司有策略性合作，同时认为未来 3D 是重要方向，需要持续投入。

图表 10：丘钛 1H23 业绩详情

人民币百万	1H23	1H22	同比	2H22	环比
营业收入	5,477	7,095	(23%)	6,664	(18%)
毛利润	188	376	(50%)	166	14%
营业利润	103	185	(44%)	19	444%
净利润	21	166	(87%)	5	317%
基本每股收益 (元)	0.02	0.14	(87%)	0.00	317%

利润率	1H23	1H22	百分点	2H22	百分点
毛利率	3.4%	5.3%	(1.9)	2.5%	1.0
营业费用率	5.0%	4.8%	0.2	4.3%	0.7
营业利润率	1.9%	2.6%	(0.7)	0.3%	1.6
净利率	0.4%	2.3%	(2.0)	0.1%	0.3

收入 人民币百万	1H23	1H22	同比	1H22	环比
摄像头模组	4,992	6,502	(23%)	6,059	(18%)
指纹识别模组	395	551	(28%)	513	(23%)
其他产品	90	42	115%	92	(3%)
收入总计	<b>5,477</b>	<b>7,095</b>	<b>(23%)</b>	<b>6,664</b>	<b>(18%)</b>

毛利率	1H23	1H22	百分点	2H22	百分点
摄像头模组	3.6%	5.7%	(2.1)	2.6%	1.0
指纹识别模组	(4.5%)	(1.5%)	(2.9)	(6.7%)	2.3
其他产品	29.6%	33.9%	(4.3)	49.2%	(19.6)
综合毛利率	<b>3.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>(1.9)</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.0</b>

	1H23	1H22	同比	2H22	环比
<b>摄像头模组</b>					
出货量 (百万)	170	213	(20%)	211	(19%)
平均单价 (人民币)	29	31	(4%)	29	2%
收入 (人民币百万)	4,992	6,502	(23%)	6,059	(18%)
<b>指纹识别模组</b>					
出货量 (百万)	51	51	(0%)	61	(17%)
平均单价 (人民币)	7.8	10.9	(28%)	8.4	(7%)
收入 (人民币百万)	395	551	(28%)	513	(23%)

资料来源：公司公告、浦银国际

根据 1H23 业绩及管理层经营指引，我们下调丘钛 2023-2025 年的收入和利润预测，主要反映手机出货量的下降以及毛利率的下滑。

**图表 11：丘钛业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）**

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	<b>12,556</b>	14,313	(12%)	<b>15,682</b>	16,999	(8%)	<b>18,348</b>	19,081	(4%)
毛利润	<b>536</b>	733	(27%)	<b>902</b>	1,020	(12%)	<b>1,232</b>	1,323	(7%)
经营利润	<b>295</b>	324	(9%)	<b>536</b>	488	10%	<b>766</b>	704	9%
净利润	<b>114</b>	200	(43%)	<b>304</b>	345	(12%)	<b>499</b>	536	(7%)
基本每股收益（元）	<b>0.10</b>	0.17	(43%)	<b>0.26</b>	0.29	(12%)	<b>0.42</b>	0.45	(7%)
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	<b>4.3%</b>	5.1%	(0.9)	<b>5.7%</b>	6.0%	(0.3)	<b>6.7%</b>	6.9%	(0.2)
营业支出率	<b>1.9%</b>	2.9%	(0.9)	<b>2.3%</b>	3.1%	(0.8)	<b>2.5%</b>	3.2%	(0.7)
经营利润率	<b>2.3%</b>	2.3%	0.1	<b>3.4%</b>	2.9%	0.5	<b>4.2%</b>	3.7%	0.5
净利率	<b>0.9%</b>	1.4%	(0.5)	<b>1.9%</b>	2.0%	(0.1)	<b>2.7%</b>	2.8%	(0.1)

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际



## 估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法对丘钛进行估值。我们假设丘钛 2028 年到 2031 年的成长率为 8%-10%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 32.5%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到丘钛未来 12 个月目标价 3.4 港元，维持“买入”评级，潜在升幅 19%。

图表 12：丘钛 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.66	债务成本	23.8%
无风险利率	2.6%	债务股本比	11.7%
股权风险溢价	17.3%	19.0%	12.6%
股本成本	34.1%	<b>WACC</b>	<b>32.5%</b>

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本

资料来源：浦银国际预测

图表 13：丘钛自由现金流预测

人民币百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033 往后
营业收入	15,682	18,348	21,692	23,470	25,817	28,398	30,954	33,740	36,439	
营收增速	25%	17%	18%	8%	10%	10%	9%	9%	8%	
经营利润	536	766	892	975	1,110	1,278	1,393	1,620	1,822	
经营利润率	3.4%	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%	4.5%	4.8%	5.0%	
折旧及摊销	478	463	448	419	369	324	283	247	213	
EBITDA	1,014	1,229	1,340	1,394	1,479	1,602	1,676	1,866	2,035	
EBITDA 率	6.5%	6.7%	6.2%	5.9%	5.7%	5.6%	5.4%	5.5%	5.6%	
所得税率	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	
资本支出	(378)	(359)	(251)	(176)	(70)	(77)	(84)	(92)	(99)	
资本支出率	2.4%	2.0%	1.2%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
净营运资本变动	(71)	(65)	(44)	(28)	50	61	66	72	78	
自由现金流	565	805	1,044	1,190	1,314	1,419	1,476	1,635	1,776	8,216
永续增长率										3.0%

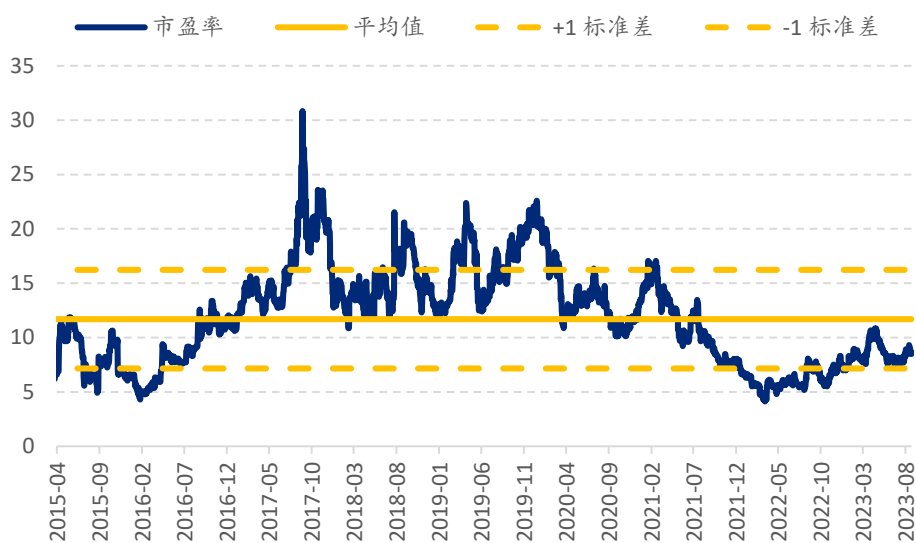
资料来源：浦银国际预测

图表 14：丘钛 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)	港币/人民币	每股价值 (港元)
32.5%	4,393	-637	3,756	1,185	3.2	0.9299	3.4

资料来源：浦银国际预测

图表 15: 丘钛市盈率估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: SPDBI 目标价: 丘钛科技 (1478.HK)

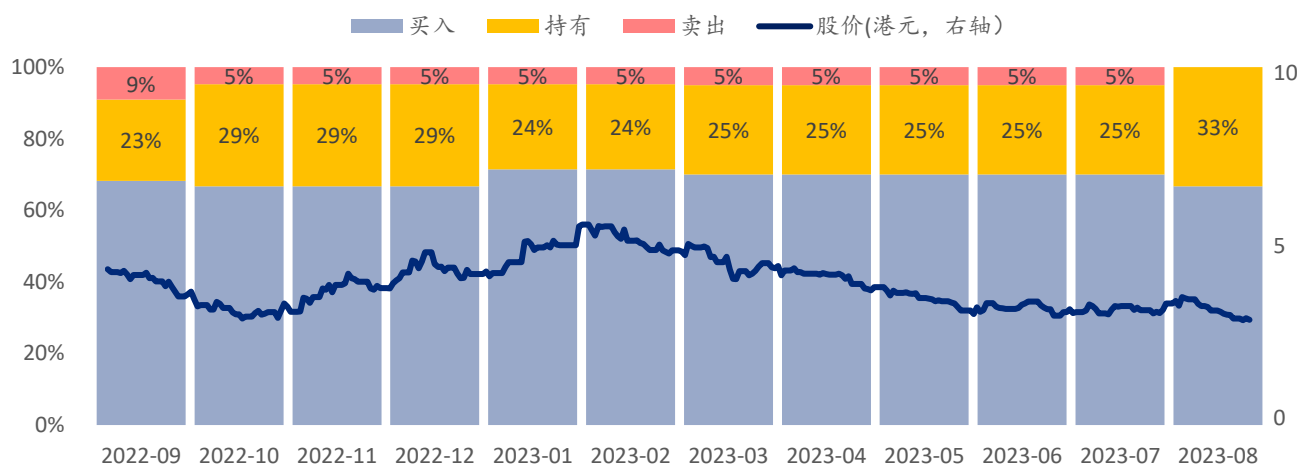


注: 截至 2023 年 8 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 17: 丘钛科技 (1478.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 丘钛科技 (1478.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 5.1 港元 (概率: 20%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 非手机业务作为丘钛的战略业务, 持续快速增长, 带动毛利率提升;
- 丘钛市场地位稳步提升, 市场份额逐渐扩大;
- 丘钛产品结构不断优化。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 1.8 港元 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 非手机业务增长不及预期;
- 摄像头模组竞争加剧, 年毛利率下滑;
- 产品结构优化进度不及预期。

资料来源: 浦银国际

# 财务报表

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>18,663</b>	<b>13,759</b>	<b>12,556</b>	<b>15,682</b>	<b>18,348</b>
营业成本	(16,901)	(13,218)	(12,020)	(14,780)	(17,116)
<b>毛利</b>	<b>1,762</b>	<b>541</b>	<b>536</b>	<b>902</b>	<b>1,232</b>
<b>营业支出</b>	<b>(723)</b>	<b>(338)</b>	<b>(241)</b>	<b>(366)</b>	<b>(466)</b>
销售费用	(23)	(14)	(15)	(19)	(22)
行政费用	(161)	(142)	(140)	(175)	(205)
研发费用	(642)	(470)	(405)	(491)	(558)
重组及其他费用/收入	104	288	319	319	319
<b>营业利润</b>	<b>1,039</b>	<b>204</b>	<b>295</b>	<b>536</b>	<b>766</b>
<b>营业外收支</b>	<b>(82)</b>	<b>(97)</b>	<b>(180)</b>	<b>(186)</b>	<b>(192)</b>
利息收入/(支出)净额	(30)	(60)	(131)	(132)	(132)
其他收益/(支出)净额	(52)	(37)	(49)	(54)	(60)
<b>税前利润</b>	<b>957</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>350</b>	<b>574</b>
所得税	(94)	63	(0)	(45)	(75)
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>863</b>	<b>170</b>	<b>114</b>	<b>304</b>	<b>500</b>
少数股东和可赎回少数股东损益	(0)	(1)	1	1	1
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>863</b>	<b>171</b>	<b>114</b>	<b>304</b>	<b>499</b>
基本股数(百万)	1,179	1,184	1,185	1,185	1,185
摊销股数(百万)	1,185	1,184	1,185	1,185	1,185
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.14</b>	<b>0.10</b>	<b>0.26</b>	<b>0.42</b>
<b>稀释每股收益(元)</b>	<b>0.73</b>	<b>0.14</b>	<b>0.10</b>	<b>0.26</b>	<b>0.42</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,596</b>	<b>1,048</b>	<b>705</b>	<b>843</b>	<b>1,030</b>
税前利润	957	107	115	350	574
折旧及摊销	500	467	467	478	463
其他经营活动现金流	130	(61)	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>173</b>	<b>409</b>	<b>(8)</b>	<b>(71)</b>	<b>(65)</b>
应收账款(增加)/减少	(857)	1,010	301	(781)	(666)
存货(增加)/减少	(333)	1,074	107	(247)	(209)
应付账款增加/(减少)	1,284	(1,675)	(415)	957	810
其他经营资金变动	78	-	-	-	-
税务费用	(176)	63	(0)	(45)	(75)
利息收入(支出)	12	60	131	132	132
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(880)</b>	<b>(900)</b>	<b>(540)</b>	<b>(378)</b>	<b>(359)</b>
资本支出	17	(900)	(540)	(378)	(359)
取得或购买长期投资	(924)	-	-	-	-
银行存款增加	0	-	-	-	-
短期投资	(2)	-	-	-	-
其他	28	-	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(942)</b>	<b>468</b>	<b>(229)</b>	<b>594</b>	<b>507</b>
借款	(896)	908	(229)	594	507
发行股份	59	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
发放现金股利	(49)	-	-	-	-
其他	(57)	-	-	-	-
汇兑损益	(14)	-	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>(240)</b>	<b>617</b>	<b>(64)</b>	<b>1,060</b>	<b>1,178</b>
期初现金及现金等价物	1,984	1,743	1,349	1,285	2,345
期末现金及现金等价物	1,743	1,349	1,285	2,345	3,522

### 资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,743	1,349	1,285	2,345	3,522
受限制资金	811	919	919	919	919
应收账款	4,446	3,436	3,136	3,916	4,582
存货	2,258	1,184	1,077	1,324	1,534
其他流动资产	57	1,710	1,710	1,710	1,710
<b>流动资产合计</b>	<b>9,315</b>	<b>8,599</b>	<b>8,127</b>	<b>10,215</b>	<b>12,268</b>
固定资产-物业, 厂房及设备	3,144	3,140	3,213	3,113	3,009
无形资产	20	26	26	26	26
租赁权	-	-	-	-	-
其他非流动资产	569	520	520	520	520
<b>资产总计</b>	<b>13,048</b>	<b>12,285</b>	<b>11,886</b>	<b>13,874</b>	<b>15,823</b>
短期借款	1,708	2,616	2,387	2,982	3,488
应付账款	6,259	4,584	4,169	5,126	5,936
其他流动负债	113	49	49	49	49
<b>流动负债合计</b>	<b>8,079</b>	<b>7,249</b>	<b>6,605</b>	<b>8,157</b>	<b>9,474</b>
长期借款	50	-	-	-	-
其他非流动负债	214	269	269	269	269
<b>负债合计</b>	<b>8,343</b>	<b>7,518</b>	<b>6,874</b>	<b>8,426</b>	<b>9,742</b>
股本	9	9	9	9	9
资本公积	4,690	4,753	4,998	5,434	6,066
<b>股东权益合计</b>	<b>4,705</b>	<b>4,767</b>	<b>5,013</b>	<b>5,449</b>	<b>6,081</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>13,048</b>	<b>12,285</b>	<b>11,886</b>	<b>13,874</b>	<b>15,823</b>

### 主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	7%	(26%)	(9%)	25%	17%
毛利润增速	(0%)	(69%)	(1%)	68%	37%
营业利润增速	(1%)	(80%)	45%	82%	43%
净利润增速	3%	(80%)	(34%)	167%	64%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	18.3%	3.6%	2.3%	5.6%	8.2%
总资产报酬率	6.6%	1.4%	1.0%	2.2%	3.2%
投入资本回报率	14.5%	4.4%	4.0%	5.5%	7.0%
<b>利润率</b>					
毛利率	9.4%	3.9%	4.3%	5.7%	6.7%
营业利润率	5.6%	1.5%	2.3%	3.4%	4.2%
净利润率	4.6%	1.2%	0.9%	1.9%	2.7%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	256	302	263	226	233
应收账款周转天数	79	105	96	82	85
存货周转天数	45	48	34	30	30
应付账款周转天数	133	150	133	115	118
净债务(净现金)	15	1,267	1,102	637	(34)
自由现金流	1,564	242	164	448	653

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 19: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	11.7	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	122.8	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.3	买入	30.8	2023/7/17	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	42.5	买入	62.1	2023/5/3	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.1	买入	34.5	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.2	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.5	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	63.1	买入	77.8	24/8/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	2.9	买入	3.4	24/8/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	88.6	买入	109.7	2023/8/17	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	10.8	买入	9.4	2023/6/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	85.6	买入	73.9	2023/6/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	15.9	买入	10.2	2023/6/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	62.5	买入	40.1	2023/6/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	39.1	买入	53.4	2023/8/10	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	152.0	买入	208.6	2023/8/10	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	32.0	买入	47.6	2023/6/15	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	233.2	持有	275.1	2023/7/20	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	220.2	买入	340.7	2023/7/17	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	230.1	买入	361.3	2023/7/17	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	17.4	买入	21.6	2023/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.9	买入	56.3	2023/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	18.9	买入	25.5	2023/8/14	晶圆代工

注: A股、港股截至2023年8月23日收盘价; 美股截至2023年8月22日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1% 的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

